

вышеуказанные, но являются статичными и порождают склонность скорее к чрезмерным государственным расходам, чем к дефицитам.

Таким образом, эти политэкономические модели фискальной политики дают дополнительное объяснение существования фискальных неравновесий и чрезмерных государственных расходов. На практике, выходом является корректировка склонности к бюджетному дефициту и чрезмерным расходам при помощи институциональных реформ, или, более точно, принятием соответствующих фискальных “правил”.

## **О ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИХ ПОДХОДАХ К ИЗМЕРЕНИЮ СЕНЬОРАЖА**

**Криворотов Д.В., БГЭУ**

### **ВВЕДЕНИЕ**

Научный интерес к понятию сеньоража в основном обусловлен развитием процессов глобализации и региональной интеграции, следствием которых являются замещение национальных валют и создание монетарных союзов, а также развитием информационных технологий и появлением электронных денег.

Формирование монетарного союза завершается созданием единого эмиссионного центра и введением единой валюты. Национальные центральные банки стран-участниц союза теряют право эмиссии национальных валют, а значит и возможность получения сеньоража. Поэтому возникает вопрос о перераспределении сеньоража, получаемого эмитентом единой валюты между странами-участниками союза и, в этой связи, необходимость его количественной оценки.

Активное развитие различных форм электронных платежных инструментов, в том числе и электронных денег, эмитируемых децентрализованно (центральные банки, как правило, не имеют монопольного права на их выпуск в обращение) приводит к потере части сеньоража центральных банков. Поэтому многие исследователи рассматривают сеньораж в контексте развития электронных денег и анализируют возможные финансовые потери центральных банков.

Вышеназванные тенденции, определяющие научный интерес к понятию сеньоража, актуальны и для Республики Беларусь, прежде всего, с точки зрения оценки последствий создания полноценного монетарного союза Беларуси и России. Поскольку в научной литературе нет однозначного определения и единых общепризнанных подходов к измерению сеньоража, в возникают разночтения, появляются различные количественные оценки сеньоража. Поэтому приобретает актуальность исследование теоретико-методологических подходов к измерению сеньоража.

## ПОНЯТИЕ СЕНЬОРАЖА

Под сеньоражем понимаются выгоды денежных властей страны от создания денежной базы в реальном выражении или в процентах от номинального ВВП. С экономической точки зрения сеньораж – это стоимость, переходящая в распоряжение центрального банка в течение определенного периода вследствие наличия монопольного права на создание денежной базы. Часть этой стоимости перераспределяется в пользу правительства, которое, таким образом, также получает определенную долю сеньоража.

Известно, что в современной двухуровневой банковской системе создание денежной массы осуществляется в два этапа. На первом этапе центральный банк путем проведения операций рефинансирования, кредитования правительства и экономики, а также покупки иностранной валюты на рынке создает денежную базу (резервные деньги, деньги повышенной мощности). В результате этих операций коммерческие банки получают в распоряжение ликвидность, которую используют для проведения активных операций, в ходе которых с помощью механизма денежного мультипликатора создается денежная масса.

Осуществляя операции, в ходе которых создается денежная база центральный банк получает в распоряжение стоимость равную потоку процентных доходов от операций по кредитованию правительства (в том числе и доходов от ценных бумаг правительства, приобретенных на первичном рынке), банков и экономики, а также приросту чистых иностранных активов и доходам от их размещения на внутреннем и внешнем рынках. Эту стоимость центральный банк получает в обмен на свои денежные обязательства, выраженные в официальной денежной единице (единственном законном платежном средстве на территории страны) которые экономические агенты через банки вынуждены покупать и обслуживать.

## ОСНОВНЫЕ КОНЦЕПЦИИ СЕНЬОРАЖА

В настоящее время в научной литературе существует две основных концепции расчета сеньоража: концепция монетарного сеньоража и концепция расширенного монетарного сеньоража.

**Концепция монетарного сеньоража.** В соответствии с первой концепцией, сеньораж рассчитывают как прирост денежной базы за расчетный период (в реальном выражении или в процентах от ВВП). В качестве расчетного периода обычно используется календарный год.

$$Sm_t = \Delta B_t / P_t \text{ или } Sm_t = \Delta B_t / GDP_t, \text{ где}$$

$Sm_t$  – монетарный сеньораж за расчетный период  $t$   
 $\Delta B_t$  – изменение денежной базы за расчетный период  $t$   
 $P_t$  – индекс потребительских цен в расчетном периоде  $t$   
 $GDP_t$  – валовой внутренний продукт в расчетном периоде  $t$

Поскольку статистические данные об изменении денежной базы являются доступными, эта концепция расчета сеньоража наиболее широко используется в настоящее время. Вместе с тем, концепция монетарного сеньоража учитывает не все выгоды центрального банка от создания денежной базы.

**Концепция расширенного монетарного сеньоража.** Как отмечалось выше, денежная база создается за счет проведения центральным банком операций кредитного характера, либо покупки на рынке иностранной валюты. Эти операции помимо прироста денежной базы приносят центральному банку процентные доходы. Поэтому более точным является расчет сеньоража с использованием второй концепции, учитывающей процентные доходы, связанные с созданием денежной базы.

$$S^*m_t = \Delta B_t / P_t + \sum A_{k,t-1} * ik_t / P_t \text{ или } S^*m_t = \Delta B_t / P_t + \sum A_{k,t-1} * ik_t / GDP_t, \text{ где}$$

$S^*m_t$  – расширенный монетарный сеньораж в расчетном периоде  $t$

$\Delta B_t$  - изменение денежной базы за расчетный период  $t$

$A_{k,t-1}$  -  $k$ -й актив, участвующий в создании денежной базы, запас на конец предыдущего расчетного периода  $t-1$

$ik_t$  - соответствующая средняя процентная ставка (доходность) в расчетном периоде  $t$

$P_t$  - индекс потребительских цен в расчетном периоде  $t$

$GDP_t$  – валовой внутренний продукт в расчетном периоде  $t$

### РАСЧЕТ СЕНЬОРАЖА В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

На основе анализа приведенных выше методик и концепций, с учетом особенностей законодательства и практики в Республике Беларусь предложена методика расчета расширенного монетарного сеньоража. Валовой сеньораж рассматривается как поток рыночной стоимости, получаемой Национальным банком от операций по созданию денежной базы за счет кредитования Правительства Республики Беларусь, кредитования банков, в том числе в форме покупки ценных бумаг на первичном рынке покупки иностранной валюты, доходов от последующего размещения чистых иностранных активов. При этом доходы от кредитования Правительства определяются исходя из средневзвешенной доходности ценных бумаг Правительства, хотя на практике кредитование Правительства осуществляется Национальным банком либо по нулевой процентной ставке, либо с использованием процентных ставок, которые значительно ниже рыночных.

Валовой расширенный монетарный сеньораж, как показано выше, состоит из двух элементов: изменения денежной базы за расчетный период и доходов Национального банка процентного характера по операциям, в ходе проведения которых создается денежная база. Процентные доходы от операций, в ходе которых создается денежная база можно рассчитать двумя различными способами. Первый способ основан на использовании средних процентных ставок за расчетный период и активов, приносящих процентный доход на начало периода. При расчете вторым способом

используются наращенные за расчетный период процентные доходы Национального банка по операциям, в ходе которых создается денежная база. При расчете чистого сеньоража также учитывается субсидирование процентных ставок по прямым кредитам Правительству на покрытие дефицита бюджета.

Для расчетов используется приведенная ниже формула, построенная в рамках концепции расширенного монетарного сеньоража, рассмотренной выше.

$$S_t = \Delta B / P_t + (Cg_{t-1} * rgt + Cb_{t-1} * ib_t + NFA_{t-1} * if_t) / P_t$$

$\Delta B$  - изменение денежной базы за период  $t$

$Cg_{t-1}$  - обязательства Правительства перед Национальным банком на конец периода  $t-1$ , в том числе ценные бумаги Правительства в портфеле Национального банка

$Cb_{t-1}$  - обязательства банков перед Национальным банком на конец периода  $t-1$

$NFA_{t-1}$  - чистые иностранные активы Национального банка на конец периода  $t-1$

$rgt$  - средняя доходность по ценным бумагам Правительства за период  $t$

$ib_t$  - средняя процентная ставка по кредитам, выданным банкам за период  $t$

$if_t$  - средняя процентная ставка (доходность) по операциям с иностранными активами Национального банка за период  $t$

$P$  - индекс потребительских цен за период  $t$

В приведенной формуле доходы от кредитования Правительства рассчитаны с использованием рыночной процентной ставки, в качестве которой применена рыночная доходность по ценным бумагам правительства. Часть этих доходов возвращается Правительству через субсидирование процентных ставок в сумме:

$Cg_{t-1} (rgt - igt)$ , где

$Cg_{t-1} (rgt-igt)$  - расходы на субсидирование процентных ставок Правительству

$Cg_{t-1}$  - требования к Правительству на конец периода  $t-1$

$rgt$  - средняя рыночная доходность по ценным бумагам Правительства за период  $t$

$igt$  - средняя фактическая процентная ставка по кредитам Правительству за период  $t$

## ПОТОКИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ КАК ОБЪЕКТ КОРПОРАТИВНЫХ ФИНАНСОВ

Юшко Ю.И., БГУ

Нарастающая финансовизация и виртуализация мировой экономики, когда объёмы финансовых рынков (60 трлн. долл. США в год) в 2 раза превосходят размеры реального мирового ВВП (27-30 трлн. долл.), неизбежная интеграция экономик России и Беларуси в глобализирующееся мировое хозяйство; наконец, массовое акционирование предприятий постсоветских стран, многочисленные слияния и поглощения, в результате которых сильнейшие финансово-промышленные группы выходят на международные финансовые площадки – всё это актуализирует внимание к проблеме классификации и оценке денежных потоков.

Очевидно, что принципиальные элементы денежных потоков не могут отличаться от принятых международных стандартов, однако они